

ПОЛИТИКА ФРС В УСЛОВИЯХ СОВРЕМЕННОГО КРИЗИСА

И.Л. КАВИЦКАЯ,

кандидат экономических наук, доцент
кафедры макроэкономического анализа,
Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики», г. Москва, Россия,
e-mail: kavitskaya@hse.ru

Статья представляет собой анализ влияния институциональных особенностей экономики США на практику реализации нетрадиционных мер монетарной политики в условиях современного кризиса. В статье разобраны программы нетрадиционной монетарной политики, проводимые ФРС до и после краха банка Леман Бразерс, проведена систематизация и сравнение действий ФРС США в ходе кризиса на различных стадиях его развития. Детальное исследование конкретных программ, применяемых ФРС для воздействия на экономику в условиях кризиса, показало, что они носили специфический характер. Это было определено, с одной стороны, необходимостью приспособления применяемых мер к текущей ситуации, а, с другой стороны, институциональные особенности финансового рынка США диктовали необходимость воздействия на определенные сектора финансового рынка, а не на весь рынок в целом.

Ключевые слова: институциональные факторы; нетрадиционная монетарная политика; монетарная политика ФРС.

FED'S POLICY IN THE CURRENT CRISIS

I.L. KAVITSKAYA,

Candidate of Economics (PhD),
Associate Professor of the Department of Macroeconomic Analysis,
National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia,
e-mail: ikavitskaya@hse.ru

The article presents an analysis of the impact of institutional features of the US economy to implement the practice of unconventional measures of monetary policy in the current crisis. Article researches the programs of unconventional monetary policy, which the Fed held before and after the collapse of the bank Lehman Brothers, systematized and compared the Fed's actions during the crisis in the US at the different stages. A detailed study of the programs, which the Fed used to influence the economy in the crisis, shows a special character of these programs. On the one hand, it was definitely the adaptation of the measures applied to the current situation. On the other hand, the institutional features of the US financial market dictated the need for exposure on the certain sectors of the financial market, but not on the whole market.

Keywords: institutional factors; unconventional monetary policy; the monetary policy of the Fed.

JEL classifications: E58, E61, G01, G11.

Глобальные потрясения на финансовых рынках США, начавшиеся в августе 2007 г., спровоцировали самый серьезный со времени Великой Депрессии спад американской экономики. Пытаясь купировать все разрастающийся финансовый и экономический кризис, ФРС реагировала первоначально привычным для нее инструментом монетарной политики: сокращением ставки федеральных фондов. Но когда экономика продолжила падение несмотря на все предпринимаемые меры, ФРС перешла к «использованию всех доступных инструментов для содействия экономическому восстановлению и сохранению ценовой стабильности» (FOMC, 2009). То есть ФРС стала использовать нетрадиционные инструменты монетарной политики, изменяющие размер и состав баланса ФРС, а также практику заявлений, способствующую формированию ожиданий у домохозяйств и бизнеса, необходимых ФРС для успешного проведения монетарной политики.

Среди всего многообразия мер монетарной политики, используемых ФРС для преодоления современного кризиса, особый интерес для исследователей представляют нетрадиционные меры монетарной политики, которые в современной литературе принято подразделять на два этапа: до и после банкротства одного из крупнейших инвестиционных банков США – банка Леман Бразерс (Lehman Brothers). Такой подход обосновывается тем, что действия ФРС на каждом из этих этапов принципиально различались и по целям, и по методам проведения политики.

Политика ФРС на первом этапе кризиса

Первопричиной мирового финансового кризиса явился начавшийся в США в 2007 г. ипотечный кризис, ставший результатом слишком больших заимствований для покупки недвижимости в кредит, рассчитанных на то, что цены на жилье могут только дорожать. Но, начиная с 2005 г., цены на недвижимость стали падать, а проценты по займам расти. Ежемесячные процентные расходы заемщиков за 2003–2006 гг. увеличились примерно на 35%, в среднем – с 840 до 1132 долл. Заемщики перестали возвращать кредиты. В сентябре 2007 г. количество дефолтов по частным ипотечным кредитам выросло на 30% по сравнению с аналогичным показателем 2006 г. Цены на недвижимость стали падать еще быстрее, банки стали терять деньги. Поддавшись панике, банки перестали выдавать кредиты, ипотечные облигации стали обесцениваться, на рынке возник дефицит ликвидности, вызванный потерями заемщиков и банков и переоценкой рисков участниками рынка.

Для того чтобы восполнить недостаток ликвидности, ФРС начинает проводить программы, направленные на расширение доступа банков и первичных дилеров к срочному кредитованию. Для реализации этой цели в период с августа 2007 по сентябрь 2008 гг. ФРС проводит целый ряд программ, являющихся фактически логическим продолжением друг друга.

При отказе от традиционных мер монетарной политики, призванных увеличить ликвидность в экономике, после банкротства банка Леман Бразерс (Lehman Brothers) ФРС расширила прежнюю практику проведения нетрадиционной политики Банка Японии. Первоначально, чтобы поддержать функционирование конкретных сегментов финансового рынка, ФРС использовала меры, которые Бернанке (Bernanke, 2009) определил как новые инструменты, они были созданы и использованы для поддержки кредитных рынков и восстановления их функционирования.

Первая программа: *Срочная программа Дисконтного окна (Term Discount Window Program)* – начала действовать с 17 августа 2007 г. Эта программа давала финансовым организациям напрямую брать кредиты у ФРС по особой ставке дисконтирования (Discount rate), превышающей ставку ФРС по федеральным фондам. Ставка дисконтирования определялась для каждого заемщика с учетом его рейтинга и финансового состояния. До августа 2007 г. спрэд между ставкой дисконтирования и ставкой по федеральным фондам ФРС составлял один процент, затем спрэд начал снижаться, в марте 2008 г. он составлял только 0,25%. Также ФРС, из-за дальнейшего расширения ипотечного кризиса, пришлось существенно расширить список ценных бумаг, которые банки могли вносить в качестве обеспечения по кредитам, взятым по ставке дисконтирования. Несмотря на эти корректировки, новая программа кредитования не дала желаемых результатов, так как финансовые организации до-

статочно неохотно принимали в ней участие, опасаясь, что обращение за кредитом к «кредитору последней инстанции» будет плохим сигналом для рынка об их устойчивости.

С декабря 2007 г. ФРС переходит к программе *Срочных кредитных аукционов (Term Auction Facility)*. Данная программа подразумевала предоставление кредитов банкам и другим депозитарным институтам на 28 дней через регулярно проводимые раз в две недели аукционы. На этих аукционах ФРС предлагала участникам фиксированный объем ликвидности, который доставался заемщикам, предложившим самые высокие проценты по кредиту, но при этом средняя ставка TAF была ниже ставки дисконтного окна. Так, на первом аукционе ставка TAF составила 4,65%, а ставка дисконтного окна – 4,75%. Программа TAF благодаря своей анонимности решала «проблему клейма». Программа TAF оказалась очень успешной, уже в ходе первого аукциона на \$20 млрд, предложенных ФРС, поступило втрое больше заявок (около \$61,5 млрд).

Следующей программой ФРС стала *Срочная программа облигационного кредитования (Term Securities Lending Facility)*, начавшая работать 11 марта 2008 г. Программа облигационного кредитования (TSLF) являлась фактически расширением TAF, ее отличие от TAF состояло в регулярном (раз в неделю) кредитовании казначейскими обязательствами США (US Treasuries). При этом существенно был расширен список бумаг, принимаемых ФРС в качестве обеспечения – в него наряду с ценными бумагами Fannie Mae и Freddie Mac были включены и коммерческие ипотечные облигации (commercial mortgage-backed securities), рейтингом не ниже AAA. Особенность данной программы состояла в том, что ФРС принимала в качестве залога не самые высоколиквидные облигации, обращающиеся на рынке со значительным дисконтом, выдавая сверхнадежные казначейские обязательства США (US Treasuries) в качестве обеспечения. Эта программа оказалась менее успешной, чем предыдущая. На первом аукционе TSLF (27 марта 2008 г.) спрос на предоставленные ФРС 75 млрд долл. превысил предложение лишь на 15%, в то время как на аукционах TAF спрос обычно превышал предложение на 100%.

Так как программа TSLF предполагала обмен одних облигаций на другие, то она позволила получить ликвидность всем рынкам, а не только денежным, как при проведении предшествующих программ. В то же время, так как в рамках этой программы ФРС предоставила первичным дилерам государственные облигации на сумму до 200 млрд долл. и приняла вместо них менее ценные бумаги, то качество баланса ФРС существенно понизилось (200 млрд долл. составляет почти четверть всех активов ФРС).

Четвертой в этой линейке программ стала *Программа кредитования первичных дилеров (Primary Dealer Credit Facility)*, запуск которой состоялся в воскресенье 16 марта 2008 г. Это событие совпало с потрясшим мировые рынки объявлением о покупке банком Джей-Пи-Морган-Чейз (JP Morgan Chase) ставшего банкротом Беар Стернс (Bear Stearns), а также с уменьшением ставки дисконтного окна. Целесообразность введения данной программы объяснялась тем, что не каждый первичный дилер в США является банком, и значит, ранее «небанковские» первичные дилеры не имели доступа к займам ФРС под залог различных низколиквидных бумаг. В рамках программы кредитования первичных дилеров ФРС расширила возможность доступа к модифицированному дисконтному окну, допустив туда новых участников, а также дополнила список бумаг, служащих обеспечением.

В целом, в результате действия данных программ ФРС удалось увеличить сроки заимствования денежных средств у ФРС, список ценных бумаг, принимаемых ФРС в качестве залогового обеспечения кредитов, был существенно расширен, была сформирована более гибкая система процентных ставок по кредитам, расширился круг финансовых институтов, которые могут брать кредиты у ФРС.

Политика ФРС после банкротства Леман Бразерс

С усугублением финансового кризиса после банкротства Леман Бразерс (Lehman Brothers) действия ФРС существенно изменились, целью ее политики стала долгосрочная кредитная ставка, поскольку американская экономика оказалась в ситуации «ликвидной ловушки». С октября 2008 г. ставка ФРС США начинает падать: 8.10.08 она составляет 1,5%, 29.10.08 она падает до 1%, а с 16.12.08 и по настоящее время она составляет 0,25%¹.

¹ Данные сайта Федеральной резервной системы (<http://www.federalreserve.gov>).

Еще до наступления современного финансового кризиса теории и практики монетарной политики пришли к убеждению, что монетарная политика может оставаться эффективным инструментом воздействия на экономику даже тогда, когда краткосрочные ставки близки к нулю – посредством покупки Центральным банком самых разнообразных ценных бумаг, а не только краткосрочных государственных ценных бумаг (*King, 1999; Bernanke, 2002*).

Впервые на практике нетрадиционную монетарную политику стал проводить банк Японии в марте 2001 г., оказавшись в ситуации «ликвидной ловушки». Политика получила название «политика количественного смягчения» («*Quantitative easing policy*»), или *QEP*. В рамках новой политики Банк Японии перешел от регулирования процентной ставки овернайт (*overnight call rate*) к установлению объемов банковских резервов. По замыслу Банка Японии, контролируемое ЦБ расширение монетарной базы должно стимулировать рост расходов и остановить дефляцию. На практике *QEP* не привела к стимулированию совокупного спроса в мере, достаточной для того, чтобы устранить постоянную дефляцию (*Bowman et al., 2011*). Но по оценкам аналитиков, конечная цель количественного смягчения по предотвращению дефляции в Японии не была достигнута не из-за неадекватности данной меры, а в силу ряда погрешностей в ее осуществлении. Так, например, Бернанке (*Bernanke, 2003*) считал, что «количественное смягчение» в Японии оказалось недостаточно эффективным, поскольку Банк Японии не реализовывал потенциал «количественного смягчения» в объеме, в котором оно изначально задумывалось, и, следовательно, не смог накачать экономику достаточным количеством денег, чтобы стимулировать в достаточной степени инфляцию и рост.

Но прежде чем перейти к политике количественного смягчения, ФРС предприняла ряд шагов, направленных на стабилизацию отдельных секторов финансового рынка. Первой программой такого рода стала Программа финансирования выкупа коммерческих ценных бумаг у взаимных фондов денежного рынка (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*). Целью этой программы была помощь фондам денежного рынка, столкнувшимся с нехваткой денежных средств, так как многие инвесторы начали отзываться свои активы. Данная программа предусматривала предоставление кредитов банкам для покупки у фондов денежного рынка коммерческих бумаг, обеспеченных активами.

Появление такой программы было обусловлено особой ролью Фондов Денежного Рынка (ФДР) (*Money Market Mutual Fund*) в функционировании финансового рынка. ФДР – это инвестиционные фонды, вкладывающие средства в инструменты денежного рынка, т. е. высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги, например, в краткосрочные казначейские векселя. Согласно акту 1940 г., изданному Комиссией по ценным бумагам США, такие фонды не могут владеть долговыми инструментами, чей период обращения превышает 13 месяцев. Более того, требования к инвестиционному портфелю таковы, что взвешенный средний период до даты истечения не должен превышать 60 дней. Также запрещается владеть более чем 5% одного актива, за исключением государственных ценных бумаг. 15 сентября 2008 г., когда банк *Lehman Brothers* объявил о своем банкротстве, старейшему Фонду Денежного Рынка США – *Reserve Primary Fund*, владеющему долговыми обязательствами этого банка на сумму \$785 млн, пришлось в срочном порядке списать часть этой суммы. На следующий день акции фонда лишились паритета с долларом, снизившись до 97 центов за акцию. Одним из критериев безопасности для любого инвестиционного фонда является возможность удержания стоимости своих акций как минимум на уровне паритета с долларом США. Поэтому, когда старейший Фонд Денежного Рынка в США показал слабость, многие инвесторы других крупных фондов начали отзываться инвестиции. При этом многие инвестиционные банки и компании продолжали выпускать ценные бумаги на миллиарды долларов, тем самым подвергая остальных инвесторов и рынки капитала по всему миру серьезным системным рискам. Чтобы успокоить рынки, ФРС в сентябре 2008 г. и начинает программу финансирования выкупа коммерческих ценных бумаг у взаимных фондов денежного рынка.

Вторым шагом в этом направлении стала программа финансирования покупки коммерческих ценных бумаг (*Commercial Paper Funding Facility – CPFF*), в рамках которой ФРС финансировала покупку высококлассных, не обеспеченных и обеспеченных активами коммерческих бумаг первичными дилерами (октябрь 2008 – январь 2010 гг.). У эмитентов выкупались как обеспечен-

ные, так и необеспеченные коммерческие бумаги, чтобы поддержать ликвидность коммерческих структур.

Эти программы поддержали краткосрочные финансовые рынки и увеличили доступность кредитных средств через различные механизмы. Тем не менее, спрос на некоторые проблемные активы невозможно было простимулировать путем предоставления кредитов. Такими активами явились ипотечные облигации: mortgage-backed securities (MBS), проблемы с которыми заложили основу современного финансового кризиса.

Схема появления таких активов следующая. Заемщик обращается в банк за кредитом, получает деньги и покупает недвижимость. Коммерческий банк продает кредитный пул инвестиционным фондам, обычно с неким дисконтом. Инвестиционный банк получает кредитный пул и проценты по нему от коммерческого банка. Затем инвестиционный банк производит градацию кредитов по рейтингу и выпускает ипотечные ценные бумаги (Mortgage-backed securities). Инвесторы предоставляют инвестиционному банку денежные средства за ипотечные облигации, а от банка-эмитента получают проценты и денежные средства при погашении облигации. Выгода инвестиционных банков в покупке ипотечных кредитов заключается в выигрыше на разнице между процентной ставкой по MBS и процентными ставками по обеспечивающим кредитам. Коммерческие банки стремятся распределить ответственность и снизить риски невозврата, а мотивация инвесторов состоит в получении доходов от MBS.

До определенного момента выплата процентов по MBS осуществлялась в срок, следовательно, существовала заинтересованность в расширении этого рынка. В связи с ипотечным кризисом с 2007 г. начинаются дефолт заемщиков (растет объем невыплат по кредитам), падение цен недвижимости, являющейся залогом по кредитам. Тем не менее, инвестиционный банк должен выполнять свои обязательства перед инвесторами. Ранее погашение обязательств по облигациям происходило путем рефинансирования. В период кризиса эмиссия MBS свелась практически к нулю, а погашать MBS нужно было в достаточно больших количествах. Недостаток ликвидности стал очень высоким.

Весь комплекс мероприятий, проводимых ФРС до этого момента, в конечном итоге не смог остановить обесценение MBS. В середине 2008 г. возникла острая необходимость в крупном покупателе на рынке MBS для прекращения процесса их обесценения. Таким покупателем становится ФРС, начав выкуп прямых обязательств федеральных ипотечных агентств «Fannie Mae» и «Freddie Mac», а также обеспеченных ипотечными кредитами ценных бумаг (MBS), выпущенных под гарантии «Fannie Mae», «Freddie Mac» и «Ginnie Mae» (Purchase of Agency Debt and Agency MBS).

Для дальнейшего восстановления экономики после краха Леман Бразерс ФРС также прибегла к количественному смягчению (Quantitative easing).

В марте 2009 г. ФРС впервые анонсировала покупку долгосрочных государственных облигаций (QE1) на сумму свыше 300 млрд долл., плюс покупку MBS на 750 млрд и агентских долгов в объеме 100 млрд долл. (в дополнение к уже выкупленным MBS и долгам федеральных ипотечных агентств). Таким образом, всего в рамках QE1 было выкуплено ценных бумаг на сумму свыше 1,75 трлн долл., из них около 1,25 млрд составили ценные бумаги, обеспеченные ипотекой. В августе 2010 г. ФРС решила сохранить этот объем ликвидности на прежнем уровне через реинвестирование основных платежей по агентским долговым бумагам и ипотечным ценным бумагам в гособлигации США. Столкнувшись с очень медленным восстановлением выпуска и занятости, в ноябре 2010 г. ФРС анонсирует дальнейшее расширение баланса посредством покупки дополнительной порции долгосрочных US Treasuries на сумму около 600 миллиардов долларов по 75 млрд в месяц (QE2).

Новый комплекс мер, принятый ФРС после банкротства Lehman Brothers, вызвал резкое увеличение размера баланса ФРС, который взлетел с 1 трлн долл., с начала сентября 2008 г. до 2 трлн к концу года.

После окончания второй серии операций количественного смягчения ФРС объявляет о запуске так называемой *Maturity Extension Program (MEP)* – программы увеличения срока ценных бумаг в портфеле ФРС. Эта программа представляла собой покупку долгосрочных US Treasuries и продажу на аналогичную сумму краткосрочных гособлигаций. Объем покупок в целом составил свыше 650 млрд долл. к концу 2012 г.

В сентябре 2012 г. ФРС США принимает решение о запуске третьей программы LSAP (или QE3) по выкупу активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами (MBS) в объеме 40 млрд долл. в месяц, и о возможности сохранения исключительно низких ставок по федеральным фондам до того момента, пока не будут отмечены существенные улучшения на рынке труда.

В декабре 2012 г. ФРС продлевает LSAP3 посредством дополнительного выкупа US Treasuries в объеме 45 млрд долл. в месяц с января 2013 г. Кроме того, регулятор объявляет о продолжении политики ультранизких процентных ставок до тех пор, пока уровень безработицы будет оставаться выше 6,5%.

С декабря 2013 г. Комитет по открытым рынкам (FOMC) ФРС США постепенно начинает уменьшать объем выкупа активов – на 10 млрд долл. по итогам каждого заседания. В результате с декабря 2013 по июнь 2014 гг. их размер сократился с 85 до 35 млрд долл. На июньском заседании ФРС было решено снизить ежемесячный объем закупки US Treasuries с 25 млрд до 20 млрд долл, а ипотечных бумаг – с 20 млрд до 15 млрд долл., и было заявлено о намерении завершить программу QE3 к концу октября 2014 г.

29 октября 2014 г. Комитет по открытым рынкам (FOMC) ФРС США принимает решение завершить программу количественного смягчения QE3. В заявлении Комитета по открытым рынкам ФРС США (FOMC, 2014) указывается, что это было сделано, поскольку в американской экономике произошел рост экономической активности, ситуация на рынке труда улучшилась (произошло увеличение числа рабочих мест, уровень безработицы снизился), расходы домохозяйств выросли, инвестиции предпринимателей в основной капитал увеличились. Также Комитет заявил, что он ожидает, что благодаря обоснованному приспособлению политики к изменению внешних условий, экономическая активность будет и дальше расширяться умеренными темпами, при этом индикаторы рынка труда и инфляция будут двигаться к необходимым показателям. Комитет также отметил, что хотя он и решил завершить программу покупки активов, но с целью поддержки увеличения занятости и ценовой стабильности он оставляет коридор для ставки ФРС в диапазоне от 0 до 0.25%, более того, он предполагает, что такой целевой диапазон для ставки по федеральным фондам будет оставаться в течение значительного времени после завершения программы покупки активов.

Заключение

В целом, анализируя программы, применяемые ФРС для преодоления кризиса, следует отметить не только их разнообразие, определяемое коррекцией применяемых мер к текущей ситуации, но и целевую направленность проводимых программ, обусловленную институциональными особенностями финансового рынка США. Так, отличительной особенностью нетрадиционной монетарной политики ФРС является то, что, в отличие от многих ЦБ, целью политики ФРС являлось увеличение ликвидности как банков, так и небанковских финансовых организаций: первичных дилеров (программы Term Securities Lending Facility, Primary Dealer Credit Facility), ФДР (программа Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility), федеральных ипотечных агентств (программа Purchase of Agency Debt and Agency MBS), что определяется той огромной ролью, которую играют небанковские финансовые организации в экономике США.

ЛИТЕРАТУРА/REFERENCES

Bernanke B. (2002). Deflation: Making Sure «It» Doesn't Happen Here // *Remarks before the National Economists Club*, Washington, DC, November 21.

Bernanke B. (2003). Some Thoughts on Monetary Policy in Japan // *Japan Society of Monetary Economics*, Tokyo, Japan, May 31.

Bernanke B. (2009). The Crisis and the Policy Response // *Speech at the Stamp Lecture*, London School of Economics, London, January 13.

Bowman D., Cai F., Davies S., Kamin S. (2011). Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan // *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, № 1018, June.

Cecioni M., Ferrero M., Secchi A. (2011). Unconventional monetary policy in theory and in practice // *Questioni di Economia e Finanza*, № 102, September.

Chen H., Cúrdia V., Ferrero A. (2011). The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs // *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 527.

Curdia V., Woodford M. (2009). Conventional and unconventional monetary policy // *CEPR*, CEPR Discussion Paper No. 7514, October.

Federal Open Market Committee (2009). Minutes of the Federal Open Market Committee. April 28–29 // Available at: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20090429.pdf>.

Federal Open Market Committee (2014). Federal Reserve issues FOMC statement. October 29 // Available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141029a.htm>.

Gagno J., Raskin M., Remache J., Sack B. (2010). Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work? // *Federal Reserve Bank of New York*, Staff Report no. 441. Available at: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr441.pdf.

Hancock D., Passmore W. (2010). Did the Federal Reserve's MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates? // *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Washington, DC 20551. Available at: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2011/201101/201101pap.pdf>.

International Monetary Fund (2013). Unconventional monetary policies—recent experience and prospects // *IMF*, August.

King M. (1999). Challenges for Monetary Policy: New and Old // *New Challenges for Monetary Policy*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 11–57.

Neely C. (2012). The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects // *Federal Reserve Bank of St. Louis*, Working Paper No. 2010-018D.